

学校编码: 10384

分类号_____密级 _____

学 号: 9815001

UDC_____

学 位 论 文

中国证券市场的“股票价值二元化”现象 ——特殊股权结构效应的理论与实证

高成福

指导教师姓名: 翁君奕 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 企业管理(理财学)

论文提交日期: 2 0 0 1 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 1 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2 0 0 1 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2001 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

论文摘要

中国的证券市场脱胎于计划经济体制，在其发展的过程中遗留下了不少历史问题。作为历史遗留问题之一，特殊的股权结构对中国的证券市场影响深远。国内的学者在这个问题上进行了一些探讨，但讨论的问题主要集中在如何解决非流通股不能上市流通的问题，而鲜有文章从特殊股权结构导致股票价值规律发生变化的角度来展开研究。本文正是从这个角度试图寻求中国证券市场区别于西方完善市场特殊的价值规律，以便为西方财务理论在中国证券市场中的修正运用做好基础工作，并且为非流通股的上市流通提供理论基础。

本文共分四个部分，各个部分的安排如下：

第一部分：介绍了西方产权理论的相关概念，并对这些概念进行延伸，以便使后文的研究建立在坚实的理论基础之上；

第二部分：描述了中国特殊的股权结构的现状和成因，并运用第一部分的相关理论探讨了特殊股权结构导致“股票价值二元化”的作用机理；

第三部分：根据第二部分的理论分析，建立数学模型，并收集样本数据对中国证券市场“股票价值二元化”的现象进行验证；

第四部分：在前文对“股票价值二元化”研究的基础之上，探讨了非流通股的流通问题以及西方财务理论在中国证券市场直接运用的问题。

关键词：非流通股 股票价值 二元化

Abstract

The security market in China was born out of plan economic system. There are several unsolved problems in the development of the security market in China. One of the problems is the special equity structure, which deeply affects the development of the security market. Some scholars have investigated the problem. But they focused their mind on how to make nonnegotiable stocks negotiable and few scholars studied the mechanism in which the special equity structure leads to the change of value law of stock market. In order to lay the foundation for applying modified financial theory to the analysis of the security market in China and for investigating how to make nonnegotiable stocks negotiable, this paper quests for the distinct value law of the security market in China from perfect market.

This paper consists of four parts. The first part introduces the theory of property rights and extends the idea of the theory of property rights, so that other parts have a reliable base. The second part describes the status quo and the cause of the special equity structure and investigates how the special equity structure leads to stock value discrimination. According to the analysis in the second part, the third part makes a model and collects samples to make an empirical study on the stock value discrimination. The last part analyzes the problems with regard to making nonnegotiable stocks negotiable and to directly applying financial theory to the analysis of the security market in China on the basis of previous investigation.

Key Words: Nonnegotiable Stocks Equity Structure
Value Discrimination

目录

一、基本概念.....	1
1. 现代产权理论.....	1
2. 产权：定义、属性和功能.....	2
2. 1 产权的定义.....	2
2. 2 产权的属性.....	3
2. 3 产权的功能.....	6
3. 产权与交易.....	8
4. 企业产权结构的演进.....	10
4. 1 古典企业产权结构——企业主制.....	10
4. 2 现代企业产权结构——公司制.....	12
二、股权结构现状及股票价值二元化.....	16
1. 中国证券市场的发展历史.....	16
2. 股权结构现状及其成因.....	17
3. 特殊股权结构的经济实质：股票价值二元化.....	19
三、实证研究.....	24
1. 研究方法和模型.....	24
2. 样本数据与研究结果.....	30
3. 模型的修正.....	37
4. 讨论.....	41
四、启示.....	43
1. 关于非流通股的流通问题.....	43
2. 关于西方财务理论在中国证券市场直接运用的 问题.....	45
参考文献.....	47
后记	

一、基本概念

1. 现代产权理论

新古典经济学基本上是在斯密定义的市场价格体系的逻辑前提下进行日益精密的演绎推理，在其分析推导过程中实际上蕴含着经济人完全理性、完全竞争、信息完全且对称、未来具有确定性、不存在外部性及规模报酬递减等理论假定。在这些假定之下，经济主体总是可以相互达成自愿的交易以增进彼此的福利，而个人之间以各自利益最大化为目标的经济行为和竞争能够导致资源配置的帕累托最优。这样的假定实际上意味着交易几乎没有摩擦，交易费用可以忽略不计。在这一理念的指导之下，新古典经济学不将产权制度和资源配置之间的关系作为研究的对象。

以科斯为首的现代产权学派却将新古典经济学所忽视的交易成本作为一个基本的分析工具。他们认为，在交易成本不为零的世界里，产权成为制约效用的一个基本变量，同时也成为影响成本函数的一个基本变量；如果产权界定不清，交易成本将会上升，这将影响到交易双方的效用最大化，进而影响到社会福利的最大化。产权经济学一方面继承了西方正统经济学的基本分析方法，另一方面，对新古典经济学经济分析的角度进行了转换。在经济分析单位上，产权经济学以交易为经济分析的基本单位；在对产权组织的认识上，现代产权学派认为市场和企业都是经济活动的组织形式，二者在资源配置上可以互相替代；在分析重点上，产权经济学将产权作为资源配置的核心问题，从而将市场运行的考察与产权制度分析直接联系起来。通过分析角度的变换和新的分

析方法的引入，现代产权理论弥补了新古典经济学的缺陷，为各种纷繁复杂的经济现象的解释提供了强有力的工具。

2. 产权：定义、属性和功能

2.1 产权的定义

至今，现代产权学派在“产权”的定义上仍未取得一致的意见，但被认为较为权威的定义分别由阿尔钦(Alchian)和德姆塞茨(Demsetz)给出。阿尔钦(1987)认为，“产权是一种通过社会强制而实现的对某种经济物品的多种用途进行选择的权利。”这一定义被写进权威的《新帕尔格雷夫经济大辞典》，因而一般被认为是经典性的。在这个定义中，“经济物品”是能够给人带来欲望满足的物品或者是能用于生产产品而间接满足欲望的要素。对经济物品来说，至为重要的一个特点就是它必须是稀缺的，非稀缺的物品没有必要耗费资源进行产权界定，也没有必要对其产权进行保护，因此也就不会产生权利关系。这里所谓的“社会强制”不仅指受法律、法规和合约条款规范，还包括受习俗、禁忌、社会通行的伦理行为准则及道德规范等的制约，在此，阿尔钦强调的是产权的排他性，即一项产权在社会的强制之下可以免受他人侵犯。另外，定义中所说的“对……多种用途进行选择的权利”，一方面强调产权的可分割性，另一方面表明产权实际上是一种选择权，产权之所以对产权主体有价值是因为这项权利能够带给他选择的灵活。总之，阿尔钦对产权的这一定义抓住了产权的一些本质特征。

而德姆塞茨认为产权是一种社会工具，其重要性就在于事实上他们能帮助一个人形成他与其他人进行交易时的合理预期，这些预期通过社会的法律、习俗和道德得到表达

(Demsetz, 1967)。当一种交易在市场上议定时，就发生了两束权利的交换，产权就是在这个交易过程中界定人们如何受益及如何受损，因此谁必须向谁提供补偿以便修正人们所采取的行动的权力。在这里，德姆塞茨一改新古典经济学家只注重人与自然的关系的做法，将焦点放在人与人的关系上。产权不是指人和物的关系，而是指由于物的存在及对它的使用所产生的人与人之间的相互认可的行为关系 (Furubotn and Pejovich, 1972)。产权的所有者拥有其同事公认的以特定方式行事的权利。假如我拥有一台电脑，我对电脑的所有权不是界定我和电脑的关系，而是界定我和他人使用这台电脑的权利关系 (Pejovich, 1990)。所以，产权安排规定了每个人在与其他人交往过程中必须遵守的行为准则或承担不遵守的成本 (Furubotn and Pejovich, 1972)。社会通行的产权制度则确立了成员相对于稀缺资源使用时的地位及人与人之间的社会、经济关系。

2. 2 产权的属性

完整性：通常，产权 (Property rights) 在英文中以复数形式出现，它不是一种而是一组权利。这组权利可以包括：由法律规定的对财产的归属关系，即狭义的所有权；在法律和社会规则所允许的范围内以各种方式使用属于自己的财产，即使用权；在不损害他人权利的前提下可以享受从财产的使用中所获得的利益，即收益权；通过出售或出租，把与财产有关的权利让渡给别人，即转让权；自由决定财产的交易方式和使用方式，即决策权。可以将产权看成一个向量，上述权利是这个向量的分量。如果产权受到人为的限制，构成完整的权利束的部分内容就会被删除，导致的结果是权利

的残缺 (attenuation of rights) (德姆塞茨, 1988)。物品交换价值大小由权利束的强度及所包含的内容决定 (Furubotn and Pejovich, 1972; Demsetz, 1967; 阿尔钦, 1987)。如果权利束中的某一分量被限制, 权利束所依附的物品的价值将会被削弱。对于同一物理性状同一地理位置、同一面积大小的 A、B 两块土地, 如果 A 块土地只允许耕种, 而 B 块土地没有此限制, 那么, A 块土地的价值要小于 B 块土地的价值 (谭秋成, 1998)。

可分解性: 既然产权作为一束权利, 产权的所有者就可以将这束产权中的部分权利分离出来, 通过合约赋予别人使用。一块土地可以耕种, 也可以让人在其中通行以及在其上架设通讯线路。它的使用权就可分为耕种的权利、通行的权利和架设通讯线路的权利, 土地的所有者可以将架设通讯线路的权利转让出去而保留耕种的权利作为自用。这样, 就使得同一资源能够满足不同的人在不同时间的不同需要, 保证了社会分工及合作性生产组织的形成, 从而有利于专业化比较优势及规模经济的产生。这正是经济发展和社会进步的根源。假如产权不具有可分割性, 当某人想在这块土地上架设一条通讯线路时, 除非他将土地的整个权利束买下来, 否则, 他只有放弃原有的计划。而当他购买了土地的全部产权之后, 他可能并不热衷于在土地上耕种或他在这方面的能力与技巧不足, 这样就必然导致资源的浪费。

排他性: 产权是对经济物品的多种用途进行选择的权利, 经济物品的一个主要特性就是稀缺性。如果社会没有一套法律、法规、政策条令、合约条款或者习俗、禁忌、社会通行的伦理行为准则及道德规范来约束自利行为的经济人, 整个社会将会堕入无限制使用稀缺资源的恶性循环之中。科

斯指出，“对个人权利无限制的制度实际上是无权利的制度”（科斯，1960）。在财产上的冲突，人类发明了产权制度，在这种制度里，我的产权限制了你对该经济物品的使用，同样，你的产权也限制了我的使用。产权的排他性不仅包括权利束与权利束之间互相制约和限制的关系，还包括可分解的产权束中各个权利分量之间的关系。在前面的例子中，假定土地所有者把耕种、通行和架设通讯线路的权利分别转让给不同的人，耕地者不能阻挡通行者的行走，通行者也无权损坏耕种者的庄稼。对架设者而言，他不能影响他人的耕种和通行，反之亦然。

可让渡性：当产权主体不再需要拥有这项产权或者他对这项产权的使用效率低于别人时，他就有动力将这项权利转让出去，由别人去控制这项产权；另外，产权主体发现将自己的部分权利分离出来与别人合作可以产生更高的收益时，产权的可让渡性也显得尤为重要。地主提供他的土地，佃农提供劳动力，双方都从合作中得到了收益。詹森（Jensen）和麦克林（Meckling）描述了产权可让渡性的重要性，“让渡性不仅仅是交易的必要条件，而且是市场和制度设计的基础，通过转让权，市场把知识和决策权对应起来，并能够对决策者加以控制。”首先，当决策权可转让时，通过效用最大化的个人对权利的购买和出售，将决策权转移到知识的持有者手中，“自愿交易保证了决策权由那些高效利用其价值的人们获得，并且，这些人拥有专门知识，又具有充分运用权利的能力”（米切尔.C.詹森，威廉.H.麦克林，1999）。这样，转让权解决了权利的安排问题。同时，通过使决策权和他们的资本价值权利相匹配，转让权即可为单个决策者提供绩效度量，又可为他们提供奖励和惩罚措施，以激励他们有

效地使用其决策权（米切尔.C.詹森，威廉.H.麦克林，1999）。这样，转让权解决了控制问题。

收益性：就个人而言，产权的最终意义在于它产生的利益，或者能直接带来效用满足，或者具有控制产生效用的物品的能力。如果产权不能给所有者带来收益，产权主体就不会侵犯别人的权利，人类也就没有必要花费大量的时间和精力来界定和保护产权。产权的收益性有多种体现形式，可以从产权所依附的物品或服务上直接得到效用，也可以是将产权让渡给别人使用，从受让者那里得到相应的经济补偿，这种让渡可以为整个权利束的转让，也可以是一个产权束中的某些分量的转移。产权的收益性刺激着自利行为的产权主体从产权所依附的物品上充分挖掘效用，促进了产权从低效用者向高效用者转移，提高了整个社会稀缺资源的高效利用。

2.3 产权的功能

外部性内在化：庇古在《福利经济学》一书中指出，某甲在为某乙提供一些服务的过程中（这种服务是有报酬的），附带的也给其他人（不是同类服务的生产者）提供服务或带来损害，这种服务得不到受益方支付的报酬，也不能使受害方的利益得到补偿，这种受益效应或受损效应的费用（报酬或赔偿）均不由发生相互作用的人们承担，因此就存在外部性¹。而菲吕博腾（Furubotn）和配杰威齐（Pejovich）解释说，当交换的私有形式没有考虑合约双方或其他人的有些受损或受益效应时，市场的解决办法就与所交换物品的产权束的社会价值不一致，而且由于高昂的交易成本或由于存在对

¹ 转引自赵晓雷，《现代公司产权理论与实务》，上海财经大学出版社，1997年。

资源的使用与交换的法律限制，会引起私人边际成本与社会边际成本之间的差别，最终产生了外部性。在科斯（1960）举的例子中，工厂排放了烟尘，邻近的财产所有者受到了有害影响，这时工厂的私人边际成本小于社会边际成本，产生了外部性。外部性的存在，使得资源过度使用或者使用不足（当存在外部收益时）。科斯（1960）提供的解决办法是权利的初始界定。他指出，在没有交易费用的前提下，把烟尘的排放权分配给工厂还是周遭的居民，都会得到同样的结果。德姆塞茨指出没有一种受益或受损效应是在世界之外的，有的人或人们常常会遭受或享有这些效应。在外部效应“内在化”的过程中，常常要发生产权的变迁，从而使得这些效应（在更大程度上）对所有的相互作用的人产生影响。实际上，与社会相互依赖性相联系的每一成本和收益就是一种潜在的外部性，当内在化的所得大于内在化的成本时，产权的发展是为了使外部性内在化（Demsetz,1967）。

资源配置效应：权利束中最重要的三个成份是收益权、让渡权和排他性使用权，正是这三者决定了一项产权制度的本质特征。收益权是产权的最终体现，产权能够直接或间接给权利主体带来效用，权利主体基于他的利己主义动机在权衡成本和收益之后将权利进行最有效的运用或者将权利转让给能更有效运用权利的人，致使权利所依附的稀缺资源流动到最有效率的地方去。让渡权如上所述，可使不善于生产的产权所有者将界定给自己的产权转让给善于运用这些资产的人，从而提高整个社会的效率。排他性使用权，保证了权利主体有权决定他的财产的使用方式，并获取全部收益，且对他的行为和决策承担全部责任，这就保证了所有者有激励把拥有的资源配置到价值最高的地方（Pejovich,1990）。

将资源配置到最有效的用途中是由产权的本质特征决定的。

收入分配效应：在交易费用为零的情况下，产权的初始界定对资源配置效率没有影响，但对收入分配有明显的影响。在科斯（1960）的例子中，当走失的牛损坏邻近土地里的谷物时，牛群由谁来控制就会对收入产生影响，将这种控制的义务交给农民时，农民为了保证自己的谷物不被牛吃，就必须出资修筑篱笆，这样无疑削弱了农民所拥有的土地的价值。如果牛群吃谷物的责任由牧民赔偿，农民就不会遭受损失，这种损失转移到了牧民身上。在交易费用为正的情况下，产权的初始界定既影响着资源配置的效率，又影响着收入的分配格局。产权具有收益性，如果谁拥有产权，谁将有权支配该产权产生的收益。如果不同群体之间的效用函数不同，产权在不同群体间的分配会引起收入之间的差别，进而引致整个社会消费需求的变化，最终影响到资源的配置。

3. 产权与交易

在传统经济学中，交易和市场、厂商等概念一样被认为是理所当然的。在许多经济学家看来，交易是人们的一种经济行为，并不对经济分析具有特殊的功效。但在制度经济学家的论述中，交易不只是一般的市场行为，更重要的是指人们之间的经济关系。制度经济学的早期代表人物之一康芒斯（Commons）在《制度经济学》一书中，阐述了交易是人与人之间的博弈关系，与交换有本质区别的观点。康芒斯认为，所谓“交换”是一种移交与接受物品的劳动过程，交换这种经济单位的构成所依据的关系是人类和自然的关系，不是人和人的关系。然而，经济学研究的核心问题是经济活动中人与人的关系，人与人的关系是在某种规则之下既相互冲突又

相互依存的产权利益的基本单位。康芒斯认为这个单位就是交易。康芒斯指出，“在每一件经济的交易里，总有一种交易的冲突，因为每个参加者总想尽可能地取多予少，然而每个人只有依赖别人……才能生存或成功。因此他们必须建成一种实际可行的协议。由于这种协议不是完全可能自愿地做到，就总得有某种形式的集体强制来判断纠纷。”因此，交易不是实际‘交货’那种意义上的物品的交换，他们是个人与个人之间对物质的东西的未来所有权的让与和所得（康芒斯，1962）。

现代产权经济学在康芒斯等经济学家的基础上发展了“交易”的内涵和外延。科斯指出，“人们通常认为，商人得到和使用的是实物（一亩土地或一吨化肥），而不是行使一定（实在）行为的权利。我们会说某人拥有土地，并把它当作生产要素，但土地所有者实际上所拥有的是实施一定行为的权利。”（科斯，1960）。经济学的核心问题不是商品和服务的交换，而是权利的交易，人们购买商品和服务是为了获得享受他们的权利。也就是说，交易在形式上是货物的交换，但实质上是两束权利的互换。而且，有些交易甚至没有货物交换的形式而纯粹是一种权利的让渡，比如，限制企业排放污染物的契约就是这种情形。在产权经济学的分析中，不仅各个人和各个厂商的效用函数和生产函数中的相互依赖关系是产生交易的根源，而且不同的人或不同的厂商对权利的不同评估也是交易产生的根源。不论是潜在的交易者，还是实际的交易者，只要他们对权利的评估有差别，他们就会有动力进行谈判，并相互交换权利，以使资源按其最有价值的方向进行配置。

交易的过程充满着利益的冲突，利益的冲突集中体现在

所交易的对象的价值确定上。因此，权利的价值确定成为交易的核心。权利的价值取决于参与交易的权利束的内容及权利束的实现强度（Furubotn and Pejovich, 1972; Demsetz, 1967; 阿尔钦, 1987）。权利束内容丰富的交易其交易对象的价值大于权利束少的交易；在同样内容的权利束前提下，实现强度高的交易其交易对象的价值大于实现强度弱的交易。以股权为例对产权的价值确定进行分析。股权包括剩余索取权、投票权和转让权三项基本权利。剩余索取权赋予股东参与红利分配的权利和索取剩余财产的权利，它是三项权利的基础，是股权价值的源泉；投票权赋予股东对董事会的选举权以及重大经营事项的决策权，投票权保证了剩余索取权的安全；转让权赋予股东不征得他人同意就可出让其所持有的股份的权利，它为股东规避风险提供了一条底线。这三项基础权利构成了一项完整的产权束。如果由于制度或法律的原因，股权的自由流动受到限制，产权束的完整性将受到破坏。由于股权无法自由流动，股权的交易成本将会上升，交易过程中股权的价值就会降低，这是转让权的实现强度不足的外在表现。

4. 企业产权结构的演进

4.1 古典企业产权结构——企业主制

古典企业通常规模较小，它生产或经营一个产品系列，并只执行一种经济职能。在古典企业里，资本所有者充当经营者，以雇主身份成为企业资产的初始委托人和企业的控制者。雇主是权威的中心，他对生产成员进行监督，并且拥有企业的剩余索取权。为什么存在监督的必要呢？古典企业是由不同的要素所有者联合达成的团队生产（Team

Production)。在这样的经济组织内使用不同的资源，这些资源又不属于同一个人，并且产品不是每一参与合作的分产出的简单加总。在这样的条件下，仅通过观察总产出，很难确定单个人对联合生产所做出的贡献。团队中现有的成员，作为具有机会主义倾向的经济人，有可能偷懒。虽然他也怕被那些只需支付较低报酬的外来者或团队中其他在有较高报酬时就提供服务的人所代替。但是，由于通过观察团队产出来监督偷懒需要费用，期望通过市场竞争能实现完全有效控制是不可能的。降低偷懒的一种办法是由专人作为监督者对团队成员的投入绩效进行检查，但没有理由认为这个监督者不会偷懒，他也存在机会主义倾向。为了降低监督者的偷懒行为，将企业的剩余索取权授给监督者是一种有效的解决办法。即使个人存在机会主义，但个人应当会对自己负责，他不会欺骗自己。在剩余索取权的激励之下，监督者会提高监督的努力程度，这样就可以降低整个团队的偷懒水平，在提高监督者收入水平的同时，提高了整个团队的生产效率（Alchian and Demsetz, 1972）。在这样的古典企业里，作为监督者的雇主，拥有企业的整个权利束。首先，他作为资本所有者，享有剩余索取权。同时，他为了有效监督团队成员的生产活动，拥有观察团队成员的投入行为并改变成员资格的权力。在这种产权安排之下，企业主以自己的资产对自身的行为和决策完全负责，提高了企业主的监督管理积极性，古典企业这一经济组织大大降低了交易成本，在资本主义早期，由于交易的资产专用性和不确定性都比较低，这种企业组织适应了社会经济的发展。

4.2 现代企业产权结构——公司制

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库